

对我国发展私募基金的思考

于宏凯

(厦门大学财金系 福建厦门 361005)

摘 要:在我国法律法规尚未认可的情况下,私募基金已有了相当的发展。这是市场经济发展中,巨大市场需求所必然产生的自主创新,其合法合规运作也将促使公募基金加强管理。在欧美国家,私募基金发展历史长,相应的法律法规较完善,运作也较稳定、正常。借鉴其经验,制订出符合我国国情的相应法律法规,将私募基金纳入合法轨道,将有助于我国证券市场稳定,并更好地促进经济发展。

关键词:投融资 证券市场 基金 私募基金 法律法规

近来,私募基金已成为证券理论界和实务界的焦点话题。在欧美国家,私募基金是证券市场的重要参与力量。在我国,具有私募基金特征的集合投资以其庞大的规模和举足轻重的影响力引起了证券市场各方人士的关注。虽然相关的法律法规和监管部门尚未承认其合法地位,但私募基金的发展速度却十分惊人。

一、海外私募基金的发展与我国私募基金的发展

私募基金是相对于公募基金而言,它是面向特定的投资者(主要是机构投资者和富有的个人投资者),以非公开方式进行的集合投资;其销售和赎回是经理人与投资者通过协商进行。基金经理人主要是基于投资者的要求来制订投资决策。由于相关法律对私募基金的监管要求比较宽,基金经理人可以比较自由地进行投资运作;信息披露要求较少,一般是半年或一年对投资者公布投资组合和收益。

在国外,私募基金源于私人银行业务,银行作为投资者的顾问或直接代客理财。20 世纪 90 年代以来,随着金融业的快速发展和各种投资工具的创新,私募基金也快速发展,从事私募基金业务的金融机构包括了各类金融控股公司、商业银行、投资银行、资产管理公司、投资顾问公司等。目前,美国的私募基金超过 4200 家,资本总额超过 3000 亿美元。

我国私募基金的发展是从 20 世纪 90 年代初开始的。最初是证券公司在开拓承销业务中利用与大客户结成的良好关系,为大客户代理一级市场的新股申购;其后上市公司将发行股票筹集的闲置资金委托证券公司进行投资,而众多的咨询公司、顾问公司也以委托——代理方式运作着规模庞大的“地下”私募基金。最近两年,从证券公司跳槽出来的资深从业人员纷纷加盟投资管理公司,参与私募基金操作;而综合类券商经批准可以从事资产管理业务,接受客户委托管理客户资金、股票和国债。央行官员夏斌的《中国私募基金报告》指出目前我国私募基金达 7000 亿元,尽管技术性因素影响了其准确性(如仅选取了京、沪、深三个城市的投资、财务类公司,数据计算过程中还掺入许多估计),但可以想象,我国私募基金规模相对于公募基金相当庞大。

二、发展私募基金的重要意义

(一)私募基金的迅速发展是我国证券市场的市场性行为,是市场的自主创新

我国对金融体系施加强有力的管制,对证券市场的管制也是如此。从公司上市的资格审查、公募基金的发起、运作以及证券市场各种交易规则等,无一不烙上了政府行为的痕迹。管理层、投资者、证券公司都在呼吁发挥市场机制作用,让市场自我发展,也取得了一些成绩,但离市场化的要求还甚远。私募基金是随着证券市场的发展自发

(收稿日期) 2001 - 11 - 01

发展起来的,完全是一种自发的市场行为,对于打破严格的市场管制发挥了示范作用。尽管它的存在和发展还缺乏法律依据,但这只能说明立法工作滞后,我们应当给予私募基金合法地位。在立法过程中应当借鉴欧美国家的经验,避免将私募基金纳入到已有的严格的监管体系中。

(二)私募基金迅速发展,揭示了市场对其巨大需求

私募基金为机构投资者和富有的个人投资者提供了一条理想的投资渠道。这些投资者的风险承受能力强,愿意承担高风险从而获得高收益,私募基金可以满足他们的要求。

(三)私募基金合法合规运作,将促使公募基金加强管理

私募基金取得合法地位,将成为公募基金一个相对公平的竞争对手,促使公募基金更加注重管理,提高其管理水平和业绩水平。同时私募基金从不合法状态到合法状态,其投机行为将得到一定程度的抑制,提高其理性投资成分,从而有助于稳定证券市场。

三、规范、发展我国的私募基金的建议

(一)以相关法律明确私募基金的法律地位

私募基金以其庞大的规模在证券市场上发挥了重要作用,但我国目前的法律尚未对私募基金的法律地位加以确认。在2000年底《投资基金法》草案第四稿出现了有关私募基金的条款,其中一章是专门规范“向特定对象筹集的资金”,详细论述了投资人数、投资者最低出资额、基金的设立和管理等问题。私募基金的立法问题有望在该法中得到解决。

根据国外经验,私募基金以形态来划分,可以分为以下三类:

1. 公司型。其股东人数较少,但每个股东出资额比较大。资金账户由某家金融机构托管,经理人负责下达交易指令。

2. 契约型。在这种形态中,一般是证券公司作为基金管理人,另外选择一家银行作为托管人,投资者与管理人、托管人之间各自的权利义务关系通过信托契约加以明确。

3. 金钱信托型。其实质是全权委托理财。在这种形态下,投资人与管理人也是通过契约来规定双方的权利义务关系,但它与契约型的最大不同在于资金账户管理人直接管理,不设托管人。

目前,我国的《证券法》规定证券公司不得从事代客理财业务,而从事证券委托投资业务的各类“财务公司”、“投资咨询公司”、“投资管理公司”的营业执照业务范围中都没有“代客理财”、“受托代理”、“证券投资业务”等内容(《中国私募基金报告》夏斌,2001)。仅《信托投资公司管理办法》规定了新登记的信托投资公司可以从事资金信托业务,因此有必要对《证券法》、《合同法》、《信托法》等法律进行完善和修改。

(二)产业、创业投资基金与私募基金的关系处理问题

在国外,按投资方向划分,私募基金可以分为两类:第一类投资于证券和各种金融衍生工具;第二类投资于产业和风险性高的高技术企业。后者即我国学者所说的产业、创业基金。在《投资基金法》的起草过程中。对产业、创业投资基金应该是公募还是私募的问题展开了广泛的争议。国外通行做法是:产业、创业投资基金一般采取私募形式,这主要是基于这类基金就投资方向来说,投资周期比较长,风险比较大,尤其是创业投资基金,企业成功的概率非常低。考虑到一般投资者的风险承受能力,产业、创业投资基金主要应面向机构投资者和富有的个人投资者,而风险承受能力低的中小投资者不宜进行这类投资。

(三)降低私募基金经理们道德风险。

私募基金的经理人的报酬一般包括:1. 固定的管理费;2. 一定期间的利润分配。而公募基金的经理人的报酬包括:1. 按每日基金资产净值的一定比例(我国为1.5%)提取的管理费;2. 业绩报酬,即基金全年的经营业绩达到一定条件,从基金资产净值中提取一定的比例作为奖励。

在国外,私募基金一般要求管理人要持有基金2—5%的股份,在基金出现亏损时,管理人的股份要先行弥补亏损。这就使得管理人与其他基金持有人的利益基本上是一致的,大大减少了道德风险发生的可能性。一般有名的私募基金经理人的信用度极高,声誉对他们来说是非常重要的,这也使得他们努力工作,极少故意损害投资者的利益。另外,基金经理市场的竞争十分激烈,同行的竞争压力迫使他们尽心尽力。

在我国,比较规范的私募基金一般要求管理人持有基金一定的股份,有的甚至高达40%,应当说这是与我国信用制度不发达密切相关。但管理

人持有的比例越高,内部人控制现象越严重,对基金的其他持有者未必是好事。从长期来看,培养竞争激烈的基金经理市场、鼓励基金经理珍视声誉和引导投资者根据基金经理过去的投资记录选择管理人才是最终出路。

(四) 私募基金的监管框架应区别于公募基金

从国外的经验来看,私募基金的监管相当宽松,一般集中在:1. 投资人数限制;2. 投资者资格的限制;3. 发行方法和广告的限制。可以看出,这些限制措施集中在私募基金的发起和设立过程,而对私募基金的投资策略、投资方法和信息披露则要求很少。监管当局对私募基金的运作基本上处于无监管状态,主要依靠投资者的监督和经理人的自我管理。

因此,如果我们将私募基金也纳入公募基金的监管轨道,必定会极大地限制其投资活动,降低其获得高收益的可能性。这违背了基金管理人和投资者的初衷。为私募基金建立一个比较宽松的监管框架将有利于其发展。鉴于我国证券市场很不完善,各个投资主体的投资行为还不成熟,私募

基金的监管框架还应具有我们自己的特点:

1. 私募基金的监督主要依靠投资者,应在契约或公司章程中规定定期对投资者报告投资组合和基金资产、利润变动情况;

2. 在目前应禁止或严格限制私募基金的杠杆运用,如证券公司对其提供信用交易的比例;禁止银行贷款给私募基金从事证券投资;禁止其从银行间同业拆借市场获得资金或限制从这一渠道获得的资金数量;

3. 鼓励发展公司型和契约型的私募基金,实现经理人和托管人的分离(金钱信托型的经理人与管理人相同),降低基金经理人的道德风险;

4. 对基金经理人的资格作出规定,除了证券公司、各类投资公司外,银行和保险公司也可以作为私募基金管理人,以适应金融混业发展的趋势。但要注意基金的资金与银行、保险公司自己的资金应分账户管理,理想的模式是成立一个子公司负责基金运作。

(责任编辑:朱箴元 校对:朱箴元 谌坤)

(上接第4页)循环陷阱中积累风险而最终爆发货币金融危机,导致整个银行体系的崩溃。从目前来看,尽管不良金融资产总量是巨大的,但这一威胁显然不是致命的,这可以从国有银行业大部分分支机构尚能正常运转就能看得出来。而且,根据樊纲的一项研究表明,如果我国每年有7%的GDP实际增长率,同时有5%的通货膨胀率,5年的时间内,即使一点化解现有金融资产风险的工作也不做,我国的不良资产率仍可以相对地减少50%。由此可见,增量的金融资产风险的控制要重于存量的金融资产风险的化解。这也决定了市场融资制度创新、国有企业建立现代企业制度、国有商业银行的股份制改造等制度性改革举措应成为当前改革的当务之急。就存量的金融资产风险而言,我国已成立了四家金融资产管理公司来化解近约1万亿元的不良金融资产。由于资产管理公司存在目标明确、人才众多、经营手段丰富的优势,因而我们肯定其在化解存量金融资产风险所起的积极作用。但是,对于我国长期以来由于体制和历史原因所积累的巨大金融资产风险,如果仅希望用某一单项治理措施在短期内解决,是不

符合实际的。现实状况使得存量金融资产风险的化解应当多管齐下,协同治理。在资产管理公司积极发挥作用的同时,以贷改拨转一块、债权转股权置换一块、呆账准备金核销一块、企业改制化解一块、政府扶持补贴一块等方式来积极化解金融资产风险。

参考文献:

- [1] 肖耿. 产权与中国的经济改革 [M]. 北京: 中国社会科学出版社, 1997.
- [2] 吴晓灵. 新一轮改革中的中国金融 [M]. 天津: 天津人民出版社, 1998.
- [3] 张杰. 中国金融制度的结构与变迁 [M]. 太原: 山西经济出版社, 1998.
- [4] 郝继伦. 中国股票市场发展分析 [M]. 北京: 中国经济出版社, 2000.
- [5] 黄志凌. 中国居民的金融否决权与私人财经服务 [J]. 《经济研究》, 1995 - 12: 43 - 48.
- [6] 樊纲. 论“国家综合负债” [J]. 《经济研究》, 1999, 5: 11 - 17.

(责任编辑:蔡鸣龙 校对:蔡鸣龙 周海林)